

蚂蚁集团系列报告（一）

无评级

支付宝是如何练成蚂蚁金服的？

2020 年 08 月 27 日

相关报告

海外研究

分析师：

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

SFC: BPL829

联系人：

求培培

qiupei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119100107

投资要点

- **2003-2010 年：从担保交易到移动支付巨头，奠定电商基础，颠覆支付模式。** 支付宝的成长历程，代表着近二十年国内支付体系与互联网金融的革新。支付宝新创的担保交易模式，解决网上交易信任难题，为电子商务奠定发展基础；并建立虚拟账户，不仅提升支付效率，同时沉淀用户数据与用户粘性。2010 年，支付宝运用快捷支付联结与银行之间的直联通道，更是金融体系的重大改变。
- **2010-2013 年：持续拓展支付领域，打造多元支付场景。** 支付宝在第三方支付市场始终领先的关键，是结合电商体系庞大的商户资源与用户数量，不断拓展创新的支付场景，为交易双方节省交易的时间与成本。2007 年起，支付宝快速切入航空、保险、B2C 等行业，2010 年合作外部商家增长到 46 万家。2013 年支付宝升级为钱包，大范围整合线下实体消费服务，囊括通信、银行、缴费、医疗、旅行等场景，深入生活中的高频消费场景。
- **2013-2014 年：推出余额宝，从支付向金融延伸，成立蚂蚁金服。** 随着业务快速拓展，支付宝账户沉淀大量资金，为节省备付金成本与提升用户粘性，支付宝在 2013 年 6 月推出余额宝，打造“货币基金+实时支付消费”模式，为个人账户余额创造收益。支付宝钱包的金融和财富属性开始显现。2014 年 10 月，蚂蚁金服集团成立，定位为互联网金融服务集团，旗下业务整合支付宝、余额宝、招财宝、阿里小贷和众安保险，初步形成理财、小额贷款、保险等金融生态布局。
- **对标 PayPal，金融服务变现是蚂蚁下阶段发展重点。** 蚂蚁金服在 2014 财年预估交易流水 (TPV) 为 9.86 万亿元，税前利润 47 亿元；2014 年 PayPal 的 TPV 约为 1.43 万亿人民币，税前利润 77 亿人民币，盈利能力优于蚂蚁金服，主要是由于 PayPal 核心的支付业务，在海外有较高交易费率；而蚂蚁将支付业务作为获客入口，以低成本作为首要考量。未来蚂蚁发展重点在于利用多元化的增值服务，对海量的用户与场景实行变现。PayPal 在 2019 年的营收利润分别为 98.8 亿美元与 16.1 亿美元，在 2020 年 8 月 25 日，市值为 2366 亿美元，对应估值水平约为 92 倍 PE (LYR)。
- **蚂蚁集团的上半场：引领支付革命，连接金融生态，庞大客群引流。** 蚂蚁集团以便捷高效的支付功能吸引客户，通过多元场景提升使用频率；同时以庞大的用户群体引流，对接生活服务、理财、电商、金融等功能接口，促进业务引流及发展。进入移动互联时代后，积极推进支付宝钱包重构和线下支付场景，真正落实移动支付所需的用户体验与生态体系。与此同时，通过技术架构上云和实时风控技术，支撑业务的创新和快速拓展。2014 年，支付宝活跃用户数达到 1.9 亿，为金融生态业务提供流量基础，打造蚂蚁科技集团坚实的上半场。

风险提示：监管和政策的不确定性；第三方支付市场竞争激烈；线下业务拓展不及预期



目 录

1、伴随淘宝而生，弭平早期电商信任鸿沟（2003-2010）	4 -
1.1、基于淘宝担保交易的支付工具，奠定电商发展基础.....	4 -
1.2、支付宝账户体系 2004 年上线，独立的第三方支付工具.....	6 -
1.3、开放支付宝外部接口，拓展外部商户	9 -
2、技术攻坚，全面移动化（2010-2013）	11 -
2.1、第三方支付市场环境规范化，业务发展经历调整期.....	11 -
2.2、调整领导层及组织架构，拆除 VIE 完成去外资化.....	14 -
2.3、快捷支付回归用户价值，创新支付方式.....	16 -
2.4、技术升级，增强支付性能	17 -
2.5、All in 无线战略，发力移动支付	20 -
3、蚂蚁金服成立，从支付向金融转型（2013-2014）	22 -
3.1、余额宝：从支付工具到支付+理财生态	22 -
3.2、蚂蚁金服成立，初步建立互联网金融生态.....	25 -
3.3、他山之石：PayPal 是电商支付先行者，当前具备极高估值水平.....	27 -
图 1、蚂蚁集团早期支付宝发展历程	4 -
图 2、支付宝创立当时的国内支付体系	5 -
图 3、银行收入构成	5 -
图 4、银行净利息收入为主要收入来源	5 -
图 5、淘宝担保交易流程	6 -
图 6、2001-2006 年中国 C2C 电子商务交易额	6 -
图 7、支付宝账户体系交易流程	7 -
图 8、2004-2007 年中国第三方电子支付交易额	9 -
图 9、2007 年中国第三方电子支付市场份额.....	10 -
图 10、针对非淘宝用户的独立担保交易模式	10 -
图 11、支付宝“出淘”计划扩展行业应用场景	10 -
图 12、2010 年中国第三方网上支付市场份额	12 -
图 13、中国第三方在线支付市场实力矩阵 2010.....	12 -
图 14、微信用户数飞速增长	12 -
图 15、支付宝传统网银支付流程	13 -
图 16、2008 年支付宝组织结构图	13 -
图 17、支付宝全额赔付计划	14 -
图 18、支付宝剥离前股权结构	15 -
图 19、支付宝股权转让	15 -
图 20、第三方支付牌照发放情况	16 -
图 21、支付宝快捷支付流程	17 -
图 22、支付宝技术架构迭代	17 -
图 23、2009-2014 年“双 11”支付宝交易额.....	18 -
图 24、2010-2014 年“双 11”交易笔数及峰值.....	18 -
图 25、多主体复杂关系的识别与应用（识别背后自然人）	19 -
图 26、支付宝 CTU 智能风控大脑	19 -
图 27、支付宝从端到云——多层次风险控制技术体系.....	19 -
图 28、2006-2013 年中国移动互联网用户规模.....	20 -
图 29、2009-2015 年中国移动支付交易规模.....	20 -
图 30、支付宝早期移动支付布局	20 -

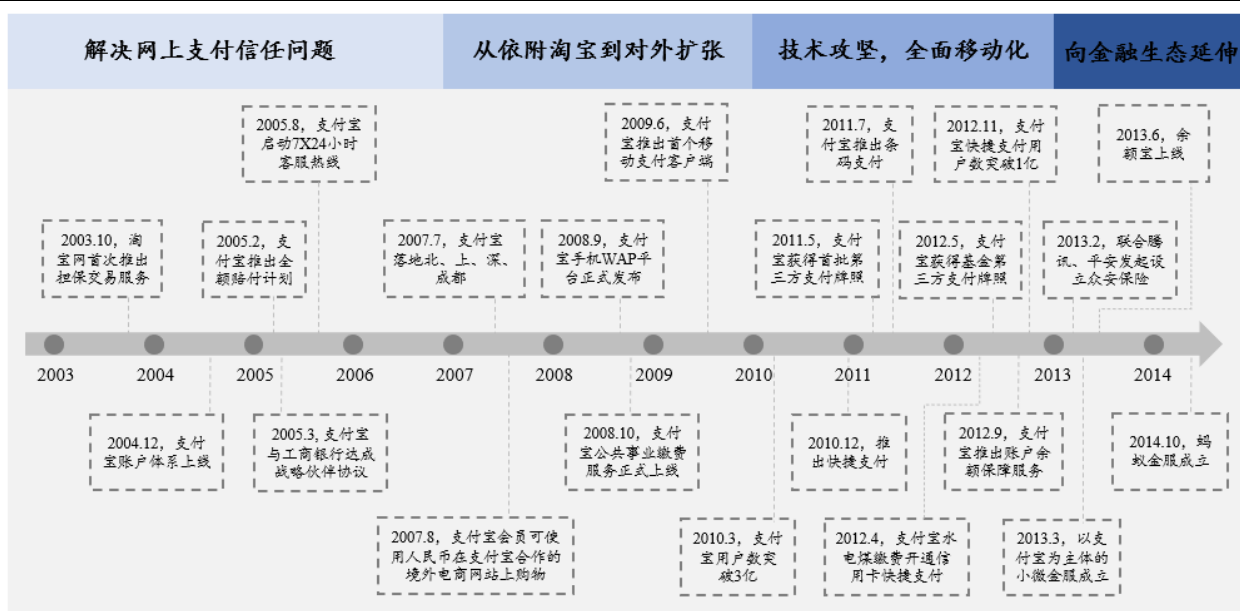
图 31、	2012 年支付宝手机客户端界面	21 -
图 32、	2012 年底移动端用户数量（单位：万）	22 -
图 33、	2014Q1 中国第三方移动支付市场份额	22 -
图 34、	我国货币基金市场规模	23 -
图 35、	我国货币基金个人投资者和机构投资者占比	23 -
图 36、	我国货币市场型基金投资组合	23 -
图 37、	余额宝“货币基金+实时消费支付”模式	24 -
图 38、	余额宝业务运作模式	24 -
图 39、	天弘余额宝货币基金投资组合	24 -
图 40、	天弘余额宝 7 日年化收益率（%）	24 -
图 41、	余额宝规模高速增长	25 -
图 42、	蚂蚁金服旗下品牌	26 -
图 43、	支付宝多元支付场景提升用户使用频率	26 -
图 44、	支付宝作为主要渠道向金融业务引流	27 -
图 45、	PayPal 业务体系	28 -
图 46、	PayPal 营业收入及增速	29 -
图 47、	PayPal 净利润及增速	29 -
图 48、	PayPal 市值（亿美元）	29 -
图 49、	PayPal 的 PE 估值水平	29 -
表 1、	支付宝和 PayPal 风控策略对比	8 -
表 2、	2005-2006 年电子支付相关政策	9 -
表 3、	第三方支付规范性文件	11 -
表 4、	支付宝和阿里巴巴 2011 年版知识产权许可协议	15 -
表 5、	传统技术架构和支付宝云架构对比	18 -
表 6、	支付宝和微信支付对比	22 -
表 7、	招财宝和余额宝对比	25 -
表 8、	支付宝和小微金服 2014 年版股权和资产购买协议	26 -
表 9、	支付宝交易规模估算	27 -
表 10、	支付宝税前利润估算	27 -
表 11、	PayPal 和蚂蚁金服支付宝业务模式对比	28 -
表 12、	PayPal 和蚂蚁金服 2014 年经营数据对比	29 -

报告正文

2020年7月20日，蚂蚁集团宣布计划在上交所科创板和港交所主板寻求同步发行上市，并在8月24日正式递表。作为中国第一独角兽，蚂蚁集团从支付业务起步，建立互联网金融生态，并逐渐向科技转型，其业务布局和发展战略几经变化，最终成为全球领先的科技金融开放平台。

本篇报告，是我们蚂蚁集团系列报告的开篇，回顾了2004年-2014年的十年，从支付宝建立起电子商务信任体系，向电商以外领域扩张，再到发展移动支付，以及后面向金融生态延伸，探究支付宝的成长与能力，及其作为核心支付工具对金融支付行业的影响和在蚂蚁生态中形成的导客引流作用。

图1、蚂蚁集团早期支付宝发展历程



资料来源：蚂蚁集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1、伴随淘宝而生，弭平早期电商信任鸿沟（2003-2010）

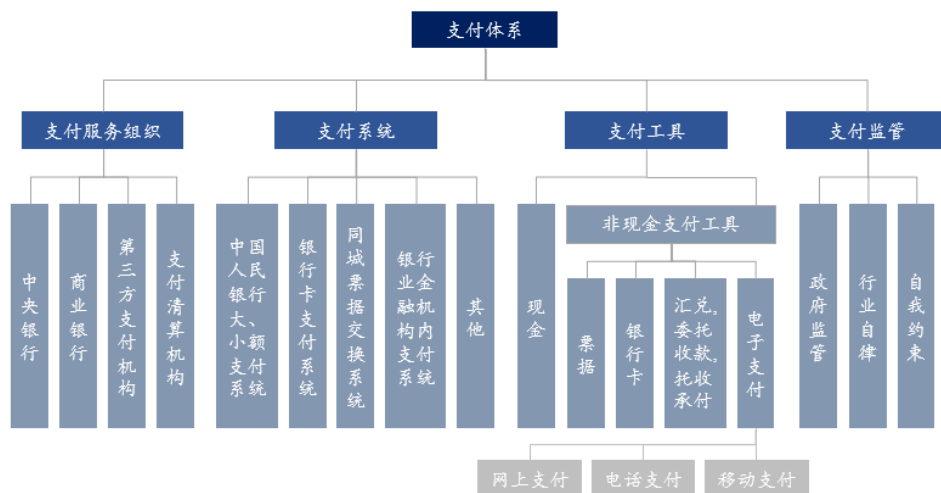
1.1、基于淘宝担保交易的支付工具，奠定电商发展基础

淘网上线之初，买卖双方缺乏信任成为一大难题。2003年，全球个人电子交易平台 eBay 意图进军中国，阿里巴巴彼时在企业商务已大放异彩，但尚未涉足个人交易。马云决定创建一个 C2C 商品交易网站与 eBay 展开竞争，继续开拓新兴领域。2003年4月，阿里一个内部创业团队紧锣密鼓地建立淘宝网，并在5月10日正式上线，20天后注册用户就达到1万名。创立初期，淘宝网站有大量用户咨询业务与进行下单，但大都因买卖双方之间缺乏信任而难以达成交易，多数的成功交易在同城进行，采用线上下单、线下“一手交钱，一手交货”的传统交易方式。在买卖双方之间建立信任桥梁，成为淘宝网乃至国内电子商务的首要任务。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

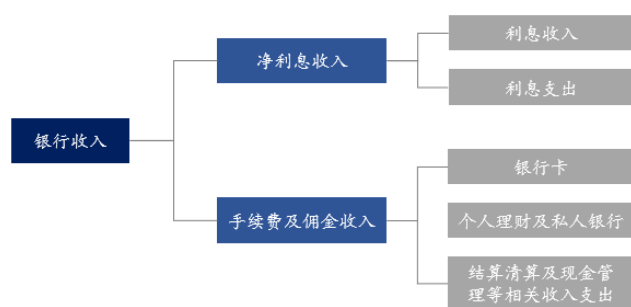
支付行业生态尚不完善。2003 年，我国电子支付相关法律法规尚在完善之中，电子支付牌照未放开。支付服务提供主体以商业银行为主，而银行 80% 以上收入来自于息差收入，支付业务不受重视。电子支付交易比例较小，并以商业银行网上支付业务为主。而同时期的美国，由于网际网络与线上商务的普及，电子交易在非现金支付工具中占比已超过 50%。

图2、支付宝创立当时的国内支付体系



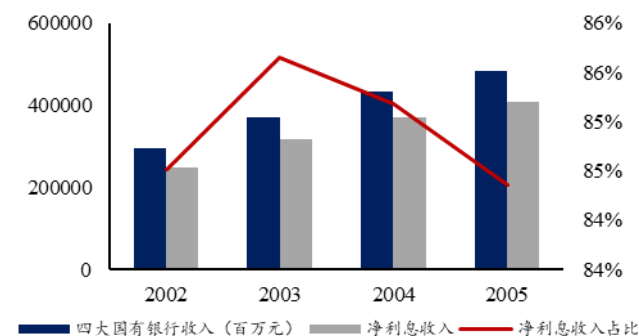
资料来源：中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、银行收入构成



资料来源：银监会网站，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、银行净利息收入为主要收入来源

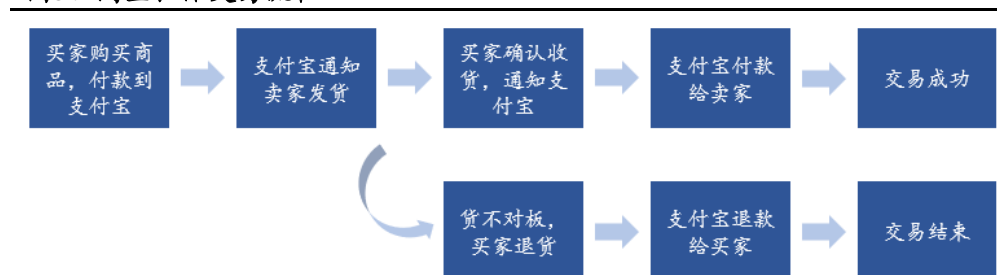


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

彼时的支付工具无法解决新兴的信任难题。我国第三方支付发展刚起步，首信易、环迅支付等早期第三方支付平台更多是作为一种单纯的网络支付工具，起到连接所接入商家与银行等结算机构的作用，无法解决线上交易中的信任问题。此外，由于海外（尤其美国）信用体系具有较浓厚的消费者保护机制，非本人授权进行的支付可获得卖家全额退款，信贷交易中信用卡承付人如对购买商品服务不满意或产生纠纷时，也可主张各种赔偿，消费者不担心网上交易双方诚信的问题。因此当时全球最大的线上支付公司 PayPal，其支付机制也无过多考虑线上支付双方的信任问题，对于国内的电子商务无法直接复制使用。

阿里巴巴“诚信通”以中间人角色建立互信，启发支付宝的核心功能。早在 2002 年，阿里巴巴推出“诚信通”，企业身份通过第三方独立机构确认并提供资质认证，解决网络贸易信用问题，本质上具备了“第三方担保”的功能。淘宝团队从这个思路出发进行拓展，推出一种基于担保交易的支付工具。买家下单商品后先将钱汇入三方账户（淘宝网在银行的对公账户），淘宝网收到买家的付款之后先通知卖家发货，直到买家确认收货并同意支付后再付款给卖家。淘宝网成为交易双方的中间人，凭借“信用中介”的模式，解决买卖双方之间的信任问题。

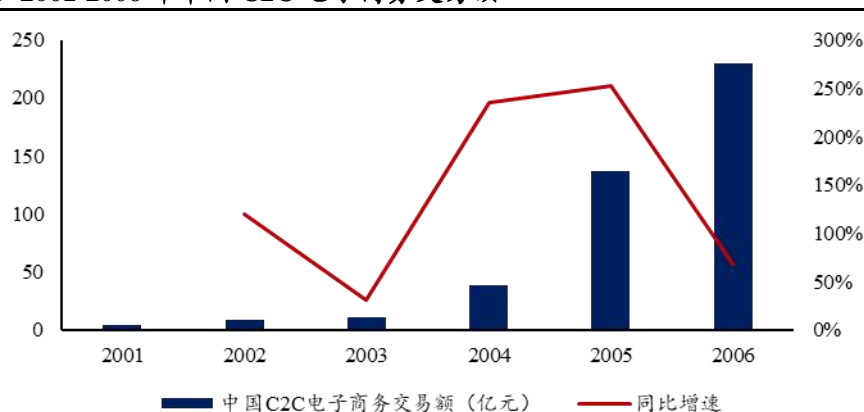
图5、淘宝担保交易流程



资料来源：淘宝官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2003 年 10 月 18 日，支付宝历史上第一笔交易诞生。此后，担保交易迅速在淘宝网上发展起来，2004 年初已有 70% 的商品选择担保交易的方式，淘宝网因此将担保交易定为平台要求，支付宝迎来爆发性增长。与此同时，电商交易额也因此得到结构性机遇，2004 与 2005 年中国 C2C 电子商务同比增速达到 200% 以上，交易额迅速突破 100 亿。

图6、2001-2006 年中国 C2C 电子商务交易额



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

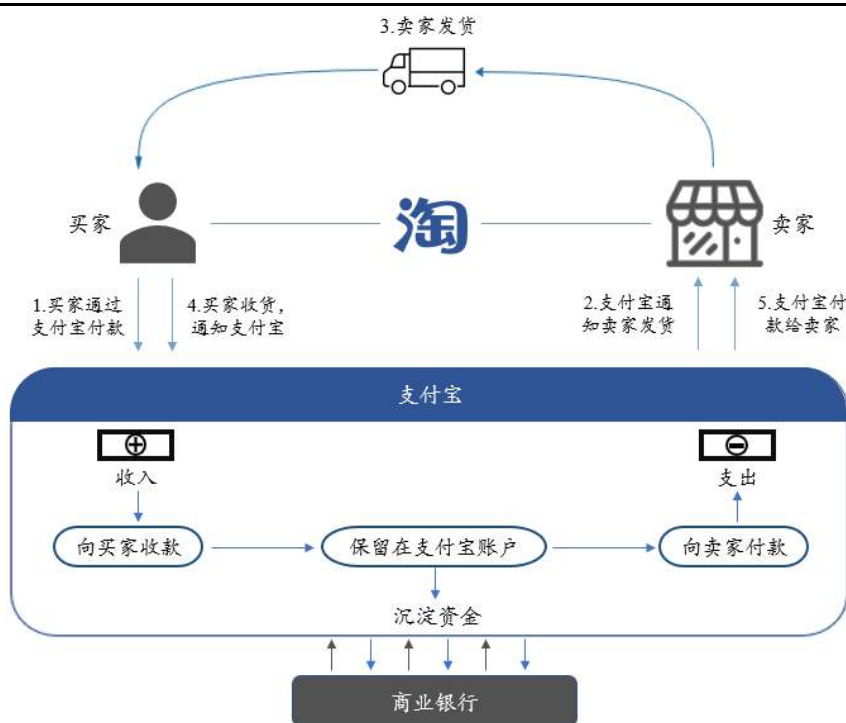
1.2、支付宝账户体系 2004 年上线，独立的第三方支付工具

● 担保交易压力巨大，虚拟账户成为必要机制

随着业务量的增长，担保交易产生巨额人工与交易成本。当时多数淘宝用户通过

银行、邮局汇款等方式付款到淘宝网在各大银行对公账户，然后由淘宝网作为中间人协调交易进度，很多环节必须由人工监控或完成，很快的淘宝交易量超过与银行体系人员所能负担的业务量，影响结算效率。当中的转账成本也成为重大成本来源，由于担保交易对公账户每转出一笔都需要手续费，随着业务量的增长，相关成本迅速提升。

图7、支付宝账户体系交易流程



资料来源：阿里巴巴官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 虚拟账户启动，提升用户粘性，沉淀数据

支付宝独立，支付宝账户体系上线。2004年1月，马云参加达沃斯论坛后决心建立一个透明公正的支付体系来支持中国电子商务的发展。在与金融机构谋求合作无果后，马云将支付宝从淘宝独立出来运营，合作对象不仅止于阿里巴巴集团，而是参与到整个金融支付信用体系中。2004年12月8日，支付宝（中国）网络技术有限公司正式成立，12月29日支付宝账户体系上线，自此拥有自己的网页平台、与独立会员账户。

创新的交易机制，通过虚拟账户有效改善结算效率与成本。早期淘宝用户曾留言建议：“不用退款，将钱留在淘宝网，下次买的时候用”，启发支付宝建设虚拟账户的想法。每个用户拥有一个虚拟账户，买家事先把钱存放在里面，每次完成交易后自动支付，划入卖家的虚拟账户，可后续一并转账到银行提取；将单次转账规模化，从而提高结算效率，降低转账的手续费与时间成本。

账户体系的核心价值：积累用户粘性，沉淀用户数据。支付宝和多家银行的网银系统进行对接，通过虚拟账户模式解决了支付的容量和效率等方面问题。对于新业务的发展，由于支付宝的账户功能提升用户粘性与使用频率，用户交易和支付数据得以沉淀，成为支付宝的核心竞争力所在，为以后的风控、数据运营等增值服务提供基础。

“全额赔付”计划降低用户风险，建立用户信任。海外的线上交易以信用卡为主，由于一般输入卡号、CV2 和到期日期就能扣款，衍生的欺诈盗刷现象屡见不鲜，相关风险一般由商家与信用卡公司承担。PayPal 也具有消费者保护性质，一旦买家提出争议，卖家往往会被要求退款。而当时国内在客观上尚未形成由卖家承担风险的机制和文化，本质上由持卡人承担风险。为进一步推广支付宝担保交易，保障用户支付宝账户安全，2005 年 2 月，支付宝推出全额赔付计划，号称“你敢付，我敢赔”，对用户使用支付宝受到诈骗所产生的损失全额赔偿。并在 2005 年 7 月进一步推出“你敢付，我敢赔”支付联盟计划，将其扩展至所有由支付宝提供支付服务的网站上。

由于支付宝通过全额赔偿计划将风险转嫁于自身，打消用户对交易安全性的担心，取得用户信任，进一步增加用户规模。积极承担责任的同时，同时也给与阿里不断改善风险控管的驱动力，对此，支付宝逐步建立起用户可信习惯系统和智能风控大脑，以强大的互联网实时风控技术支撑业务发展。

表1、支付宝和 PayPal 风控策略对比

	支付宝	PayPal
交易流程	买家先将款项打给支付宝，收到货品后，支付宝将钱支付给卖家	买家先向 PayPal 充值，卖家收到款项后，再发货给买家，平台不留资金
消费者保护	我国信用卡被盗刷，只是在交易环节设置更多验证，本质上由持卡人承担风险	在国外，若持卡人信用卡被盗刷，一般发卡组织会让商家承担责任
交易争议	交易过程中出现争议，买卖双方举证，相对中立，超过时效就钱货两清	买卖双方发生争议时会偏向买方利益
安全性	“你敢付，我敢赔”承诺：使用支付宝购物，受到损失将获得支付宝全额赔付；在信用卡欺诈和盗刷方面风控更强	买家保护方案：买家 180 天内可提交补偿申请，收到全额退款

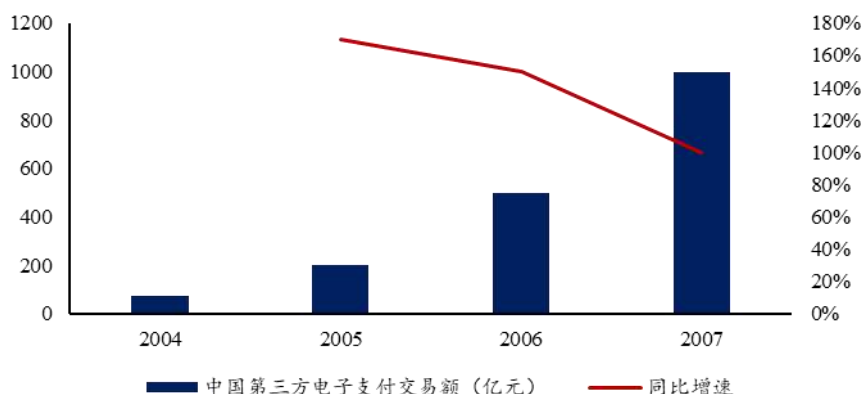
资料来源：蚂蚁集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 电子支付市场高速发展，相关法规陆续出台

受益于内部支付需求和外部电子商务的推动，电子支付市场快速发展。2005 年马云喊出了“电子支付元年”的口号，产业进入快速发展阶段。以支付宝为代表的第三方支付平台及电商平台争相冲击电子支付市场，财付通、拉卡拉等第三方支付平台相继推出，eBay 也宣布将 PayPal 支付服务引入中国。中国第三方电子支付市场在 2004 年交易额 74 亿元，2007 年已突破 1000 亿元，CAGR 高达 138%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图8、2004-2007 年中国第三方电子支付交易额



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

相关法律法规陆续出台，填补电子支付领域政策空白。2005-2006 年，国家陆续出台多个政策推动、规范电子支付市场发展。这些条款的出台主要是考虑到网上支付安全性的需要，对电子支付的业务规范、风险管理提出要求，加强对电子支付中消费者合法权益的保护。

表2、2005-2006 年电子支付相关政策

时间	部门	文件	主要内容
2005/1/8	国务院办公厅	《关于加快电子商务发展的若干意见》	加快信用、认证、标准、支付和现代物流建设，形成有利于电子商务发展的支撑体系；推进在线支付体系建设，加强业务监督和风险控制，积极研究第三方支付服务的相关法规，大力推广使用银行卡、网上银行等在线支付工具
2005/4/1	全国人大常委会	《电子签名法》	赋予可靠电子签名与手写签名或签章同等的法律效力，明确了电子认证服务的市场准入制度，对规范电子签名并间接保护电子商务环境中消费者权益有重大意义
2005/6/10	中国人民银行	《支付清算组织管理办法（征求意见稿）》	将第三方支付平台等非银行机构纳入清算体系统一管理，并提出将以发放牌照的形式提高企业进入这一行业的门槛
2005/10/26	中国人民银行	《电子支付指引（第一号）》	对银行从事电子支付活动提出指导性要求：银行通过互联网为个人客户办理电子支付业务，除采用数字证书、电子签名等安全认证方式外，单笔金额不应超过 1000 元人民币，每日累计金额不应超过 5000 元人民币
2005/11/5	中国人民银行	《中国现代化支付系统运行管理办法（试行）》	规范中国现代化支付系统的运行管理，确保支付系统的安全、稳定、高效运行
2006/1/26	银监会	《电子银行业务管理办法》	金融机构可以为电子商务经营者提供网上支付平台，为电子商务提供网上支付平台时，金融机构应严格审查合作对象，签订书面合作协议，建立有效监督机制，防范不法机构或人员利用电子银行支付平台从事违法资金转移或其他非法活动
2006/3/14	全国人大	《“十一五”规划》	积极发展电子商务，建立健全电子商务基础设施、法律环境、信用和安全认证体系，建设安全、便捷的在线支付服务平台

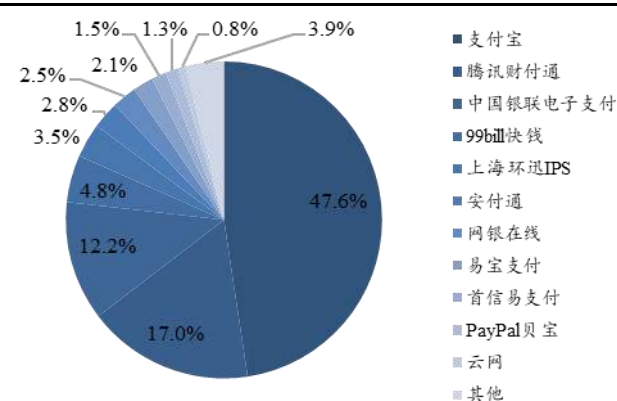
资料来源：相关部门网站，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、开放支付宝外部接口，拓展外部商户

法规出台促使第三方支付平台重新洗牌，产品服务创新成为竞争重点。2007 年，支付宝的交易额规模达到 476 亿元，占整个电子支付市场 47.6% 的份额，但财付通等大型支付平台迅速拓展商户和用户，交易额规模快速增长。随着第三方支付

平台数量增多以及产品同质化，大部分企业以价格竞争市场份额，行业发展承受巨大压力。但随着《支付清算组织管理办法》的发布和实施，发放牌照的数量限制迫使不少处于亏损的企业退出市场，行业重新洗牌。支付产品的多元化创新成为第三方电子支付的重点和方向。第三方支付企业之间的竞争也由初期的价格战逐步转向价值竞争。

图9、2007年中国第三方电子支付市场份额



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、针对非淘宝用户的独立担保交易模式



资料来源：网易科技，兴业证券经济与金融研究院整理

免费策略开拓外部商户，电话销售扩展覆盖范围。初期为了拓展外部商户，支付宝采取免费策略打开市场，不仅免费提供支付服务，而且还提供商户补贴，有效提高业务量与用户规模。2006年底，支付宝成立电话销售团队，针对各类企业推销解决方案，并提供标准化的支付宝接口。2007年1月，支付宝宣布开始对所有淘宝外商户收费，但由于生态粘性与销售团队，覆盖商户不减反增。截至2007年底，支付宝合作商家超过30万家，30%的交易额来自外部商家。

图11、支付宝“出淘”计划扩展行业应用场景

网游	• 2007年，携手中国最大的网络游戏运营商之一——第九城市开展网游支付
B2C电商	• 2007年10月，京东商城正式启用支付宝 • 2008年7月，与卓越亚马逊达成战略合作
在线旅游	• 2008年，与艺龙达成合作 • 2009年1-2月，与携程和芒果网达成合作
公共事业	• 2008年10月，宣布正式进入公共事业性缴费市场，通过支付宝网上缴纳水、电、煤以及通信费等日常费用
物流	• 2008年12月，与德邦物流达成合作
航空	• 2009年7月，与东航达成合作协议，拉开与国内大型公司合作的序幕
保险	• 2009年7月，与友邦保险展开合作，共同拓展电子商务保险销售渠道

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

形成专业化行业解决方案，满足航空、保险等电子支付需求。随着商户的积累，一些相对成熟的行业逐渐形成了对快速支付、准确结算的共同需求。举例来说，售卖机票涉及航空公司、一级二级代理、旅行类网站等多个利益参与方，靠传统人工方式结算支付利润款项，成本高且效率低，而通过电子支付系统，设计一套连接行业上下游的支付结算方案，则可显著提升效率，降低每笔支付的边际成本。支付宝切入航空、网游、保险、B2C、物流等网络化较高的行业，设计集成式解决方案，满足这些行业大量的电子支付需求。根据《蚂蚁金服：从支付宝到新金融生态圈》，与支付宝合作的外部商家在 2009 年 12 月已增长到 46 万家，支付宝用户超过 2 亿，交易额达到 2871 亿元。

2、技术攻坚，全面移动化（2010-2013）

2.1、第三方支付市场环境规范化，业务发展经历调整期

● 第三方支付行业走向规范，竞争重点转向用户体验

央行发放第三方支付牌照，促进行业规范化发展。2010 年 6 月央行公布《非金融机构支付服务管理办法》，明确了非金融机构提供支付服务需申请许可证，逾期未取得许可证者将被禁止继续从事支付业务。无牌照企业面临停止支付业务或被有牌照企业兼并收购的结果，有利于优势企业扩大市场份额，行业发展规范化。

表3、第三方支付规范性文件

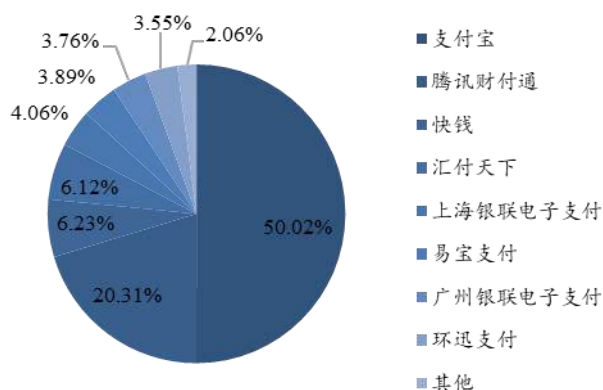
时间	文件	主要内容
2010/6/14	《非金融机构支付服务管理办法》	提出了针对非金融机构提供支付服务的准入标准、监督管理、处分处罚等管理措施；从事支付业务的非金融机构需在 2011 年 9 月 1 日前申请取得《支付业务许可证》，逾期未取得的，不得继续从事支付业务
2010/12/1	《非金融机构支付服务管理办法实施细则》	配合《非金融机构支付服务管理办法》实施工作，明确客户合法权益保障方案及支付业务的收费项目和收费标准要求
2011/5/23	中国支付清算协会在北京成立	央行行长周小川发言：我国已形成中央银行、银行业金融机构、非金融支付服务机构、证券结算机构等各有侧重、功能互补的支付服务体系，支付清算市场正处在高速增长阶段，应建立市场服务主体的协商机制，进行自我约束，逐步形成外部监管、行业自律和内部控制三位一体的格局
2011/6/16	《非金融机构支付服务业务系统检测认证管理规定》	非金融机构在申请《支付业务许可证》前 6 个月内应对其业务系统进行检测认证；支付机构应根据其支付业务发展和安全管理的要求，至少每 3 年对其业务系统进行一次全面的检测认证
2013/6/7	《支付机构客户备付金存管办法》	对预付卡业务备付金银行、备付金银行账户、客户备付金的使用与划转，及企业的监督管理、罚则列出详细要求

资料来源：中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

外资企业申请支付牌照受阻。根据《非金融机构支付服务管理办法》，牌照申请者必须是“境内依法设立的有限责任公司及股份有限公司”，外资企业如申请牌照要“由中国人民银行另行规定，报国务院批准”。此时支付宝尚有阿里巴巴集团旗下的 Alipay E-commerce 外资公司的持股，后续将描述相关的股权重整经过。

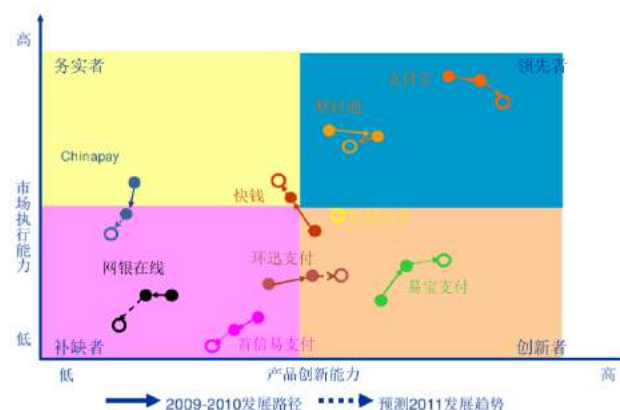
用户体验成为第三方支付平台竞争的关键。随着第三方支付市场走向规范化稳定扩张时期，市场竞争重点也发生变化。《蚂蚁金服：从支付宝到新金融生态圈》记载，2010年支付宝以50%的份额占据网上支付市场的半壁江山，与此同时，腾讯财付通的市场份额达到20.3%，支付宝合作的外部商家达到46万，但财付通对外宣布的商户数量也超过40万，快钱也宣称商业合作伙伴超过37万。此时第三方支付企业的竞争，不仅是接入规模，更重要的是竞争产品服务和用户体验。

图12、2010年中国第三方网上支付市场份额



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、中国第三方在线支付市场实力矩阵 2010

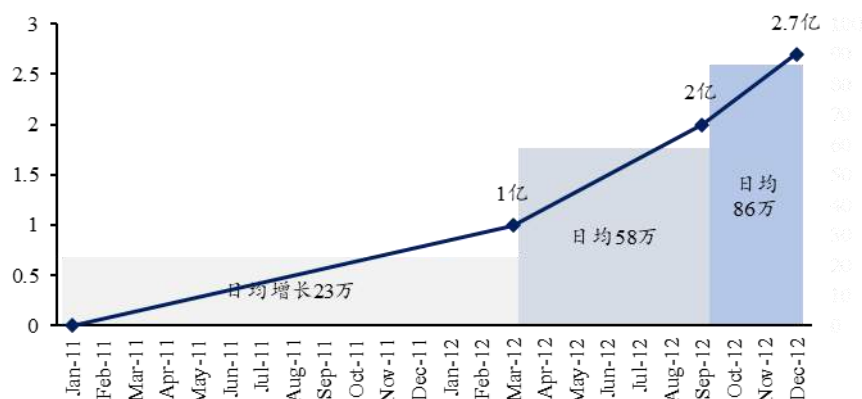


资料来源：易观国际，兴业证券经济与金融研究院整理

● 成长的阵痛：用户支付体验问题和技术升级压力

支付宝糟糕的用户支付体验严重降低支付成功率。移动端产品逐渐流行，腾讯推出微信抢占用户。中国手机网民规模经过2008-2010三年的高速增长，2010年底手机网民达3.03亿，各类手机上网应用逐渐流行。2011年1月，微信面世，迅速流行，短短一年半时间，用户数就突破两亿大关。随着用户规模的增长，支付宝用户体验差、支付成功率低的问题日益突出。

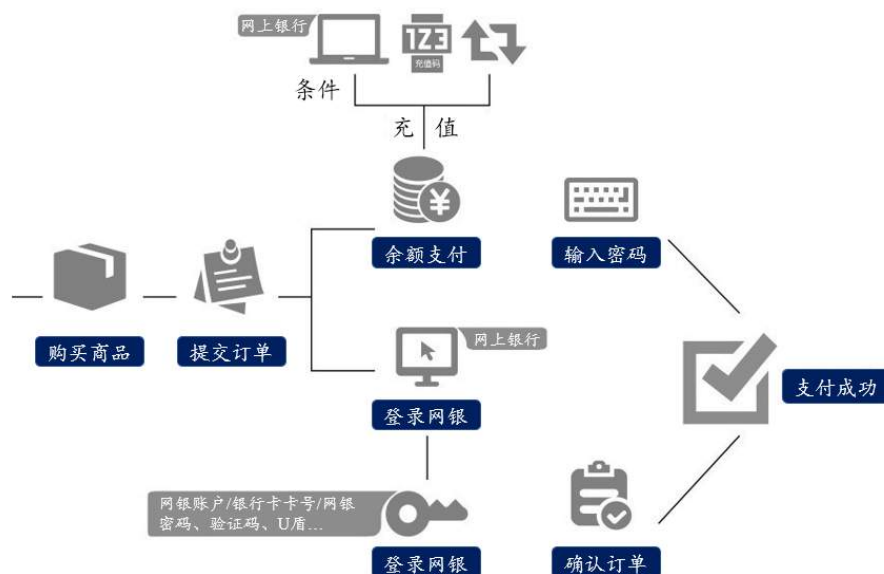
图14、微信用户数飞速增长



资料来源：199IT，兴业证券经济与金融研究院整理

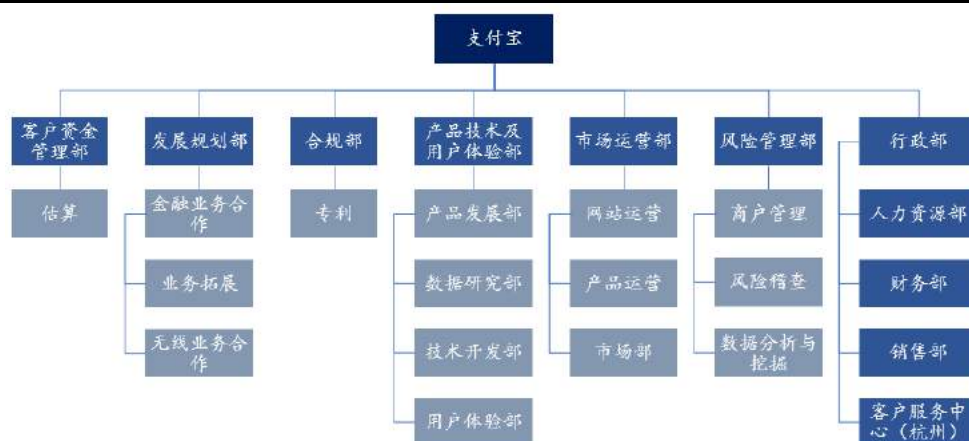
《蚂蚁金服：科技金融独角兽的崛起》中提及，早期支付宝用户使用网银支付平均要经过7次页面跳转，每多跳转一个页面，客户支付流失率就增加5%。其中任何一个环节出现问题，都可能导致支付的失败，再加上插入U盾、输入动态口令等烦琐的操作过程，导致当时支付宝平均支付成功率只有60%左右，用户体验极差。以2009年推出的“收银台”为例，原本希望集合不同银行、化繁为简的支付产品，却因各银行支付步骤、渠道稳定性等不一，导致几十个收银台开发体验不同，操作复杂，成为用户投诉率最高的产品。2010年1月，马云在支付宝年会上对支付宝的用户体验提出严厉批评，让所有员工意识到了问题所在。

图15、支付宝传统网银支付流程



资料来源：北大数字金融研究中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、2008年支付宝组织结构图



资料来源：易观国际，兴业证券经济与金融研究院整理

组织架构问题：产品部相应速度无法跟上市场发展节奏。早期支付宝组织结构中，技术部和产品部划分在一起，产品部搭建用户和技术之间桥梁。随着支付宝涉及

业务领域增多，产品线逐渐庞大，而产品部投入的精力和关注度有限。虽然已经按照交易、客户、银行等业务将支付宝划分成多个部门，但一款新产品往往需要在各部门间不断调整，响应速度与产品改善无法跟上市场发展。

业务规模增长带来技术升级紧迫性。支付宝业务规模拓展需要技术持续迭代作为支撑。支付宝第一代技术架构使用的是阿里的 WebX 框架，采用 IOE 商业系统+开源软件的方式搭建后台，但这套架构是烟囱式架构，难以维护和扩展。2007 年支付宝自研 SOFA 框架，于 2008 年 1 月上线，升级后的技术架构将业务板块拆分，且可以实现资源调配。2009 年支付宝第一年参加双十一，当日交易额激增十倍左右，不过最终顺利完成任务。2010 年第二次双十一，虽然支付宝已经提前部署了系统资源，但实际的流量和成交额远超估计，最后关头支付宝技术人员只能将非关键应用关闭来避免核心系统崩溃。双十一庞大的支付请求带来技术压力，第二代技术架构的问题暴露无遗。

支付宝全额赔付计划也对支付宝风控能力提出高要求。由于支付宝“你敢付，我敢赔”计划逐渐覆盖多种业务产品。支付宝通过全额赔付计划，给予消费者 100% 的账户保障，成为支付宝区别于其他第三方支付的竞争优势。但同时，全额赔付意味着支付宝必须做好风险管控，否则大量的赔付义务将带来损失。

图17、支付宝全额赔付计划



资料来源：支付宝官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、调整领导层及组织架构，拆除 VIE 完成去外资化

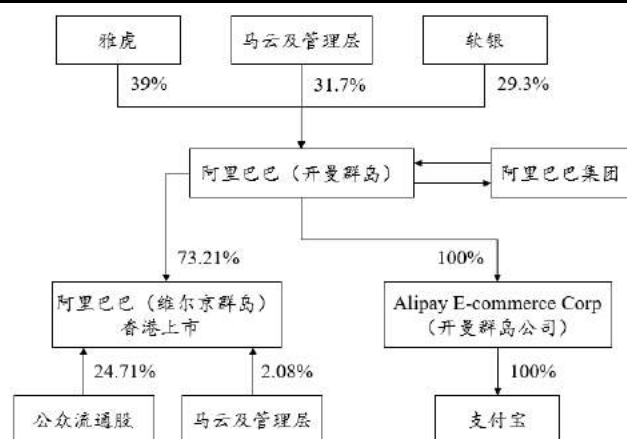
2010 年进行大规模组织架构和战略的调整，布局一盘大棋。面对市场的变化和自身业务调整的需要，支付宝调整组织战略，展开快捷支付创新、技术升级和布局移动支付等战略。2010 年，时任阿里巴巴集团首席人力资源官的彭蕾出任支付宝 CEO，进行组织结构扁平化，将产品部打散到每个事业部中，金融事业部、商户事业部和用户事业部三个部门也大调整，并把用户体验定为所有业务部门考核的第一指标。集团希望通过领导层、组织架构和战略的调整，赋予支付宝具备内在动力的创新发展机制。

支付宝拆除 VIE，完成支付牌照的准备。为获得支付牌照，2010 年 8 月，阿里巴巴将支付宝 30% 的股份转至由马云和谢世煌控股的全中资公司——浙江阿里巴巴

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

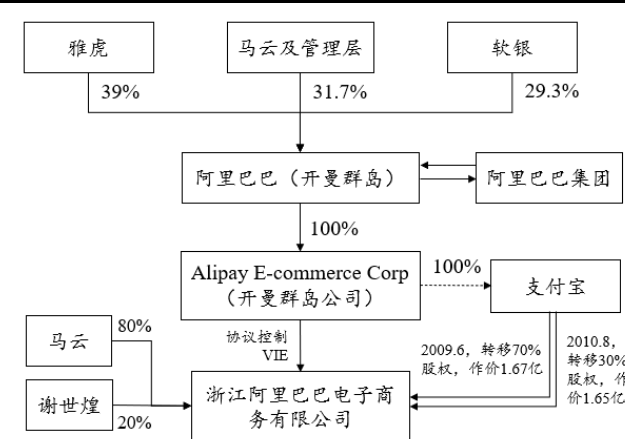
电子商务有限公司名下,再加上2009年曾转移的70%股份,支付宝已完全从Alipay E-commerce 外资公司转至浙江阿里巴巴名下。这时浙江阿里巴巴尚为阿里巴巴集团的可变利益实体(VIE),雅虎和软银方并无异议。到了2011年一季度,为了确保第一批拿到牌照,彻底剥离外资股权,马云宣布终止支付宝与阿里巴巴集团之间的协议控制关系。

图18、支付宝剥离前股权结构



资料来源：百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、支付宝股权转移



资料来源：百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

签署补偿协议，解决股权争议。阿里巴巴单方面终止协议控制关系，影响到其他外资股东的控制权与投资收益，引发一连串的股权纷争。最终在2011年7月29日，阿里巴巴集团、雅虎和软银三大利益方，就支付宝股权转让事宜正式签署协议。支付宝的控股公司（浙江阿里巴巴）承诺在上市时给予阿里巴巴集团一次性现金回报，同时，支付宝及其子公司每年向阿里巴巴集团支付其税前利润的49.9%作为知识产权许可费和技术服务费。2013年11月1日，支付宝宣布公司新股权架构：员工持股40%，马云个人持股不超过7.3%，另外60%将引入机构投资者。支付宝股权事件终于落幕。

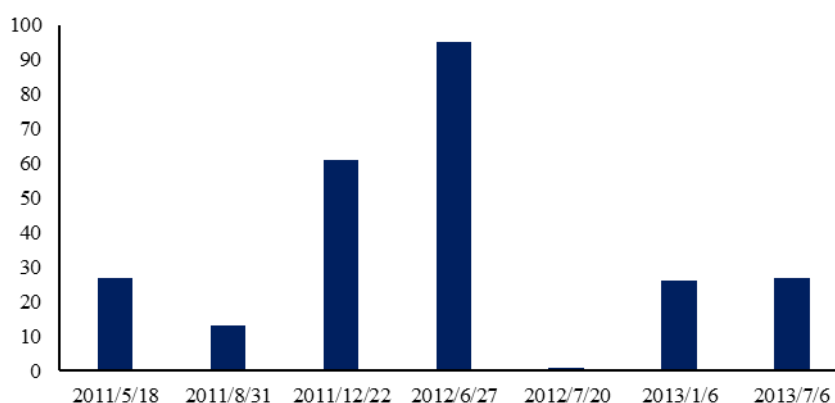
表4、支付宝和阿里巴巴2011年版知识产权许可协议

	时间	协议内容	支付费用
《2011年版知识产权许可协议》	2011/07/29	支付宝公司每年向阿里巴巴集团支付知识产权许可费和技术服务费，直到支付宝上市时停止	金额为当年税前净利润的49.9%
		支付宝上市时，支付回报额	回报额为上市时总市值的37.5%(以IPO价为准)，不低于20亿美元且不超过60亿美元

资料来源：阿里巴巴招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

支付宝首批支付牌照，享受牌照稀缺性价值。央行发放第三方支付牌照许可的经营范围包括固定电话支付、移动电话支付、互联网支付、数字电视支付、预付卡发行与受理和银行卡收单。支付宝、财付通作为2011年首批获得支付牌照的企业，业务许可门类较为齐全。2012年以后，央行逐渐收紧牌照发放，截至2013年共发放第三方支付牌照7批250张，牌照及牌照下许可业务的稀缺性将增加许可门类齐全的企业价值。

图20、第三方支付牌照发放情况



资料来源：中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、快捷支付回归用户价值，创新支付方式

“骆驼大会”回归用户价值的初心，探索提高支付成功率。早在2010年3月支付宝就针对支付成功率低的问题召开“骆驼大会”，将提高支付成功率作为内部首要的考核指标。从此前推出的“支付宝卡通”产品经验，支付宝账户与银行账户绑定可以提高支付成功率，成为支付流程的主轴。

然而，卡通办理过程非常繁琐，且易受余额不足的影响。所以支付方式借鉴航旅业务中MOTOpay的模式，用户支付时只需填写个人姓名、信用卡卡号、有效期及CV2码，平台获知信息后便可进行代扣。由于国内信用卡安全保障机制不足，支付宝借鉴苹果iTunes账号绑定信用卡的方法，在用户绑卡时验证其在银行预留的手机号码，证明是否是用户本人操作。同时还参考银行卡代扣水电费模式，推广支付宝的代扣功能。

与银行的谈判和合作：确保业务规模，控制资损率。由于用户验证需要开通银行接口，支付宝与银行谈判寻求合作，提出向银行提供存款或者预付手续费，让银行提前锁定收益，市场不确定性风险由支付宝承担。对于银行资损率的担心，支付宝提出在银行存放保证金，并约定若快捷支付资损率超过十万分之一，银行可以随时停掉此业务。经过不懈努力，2010年12月，支付宝正式推出快捷支付，业务规模高速增长，绑定快捷支付极大提高了银行存量卡活跃度。同时，支付宝快捷支付的资损率为百万分之四，远低于银行十万分之一的资损率要求（根据《蚂蚁金服：科技金融独角兽的崛起》的统计）。

快捷支付操作方便快捷，有效提高支付成功率。用户开通快捷支付仅需要提供姓名、身份证号码、银行卡号、手机号信息，通过手机验证码身份认证后即可绑定，后续只需输入密码，一步到位完成支付。银行也无需对每一笔支付进行验证，只需根据支付机构统一批量提交的指令来完成扣款。对比传统网银，在便利性方面有明显优势。此外，在安全性上，快捷支付避免了传统网银支付页面跳转时用户密码被盗的风险，通过手机动态验证码验证身份，提高支付安全性。快捷

支付推出后，支付成功率达到 90% 以上，提升了用户体验和用户活跃度。上线一年内，包括四大行在内的 160 多家银行与支付宝签订了快捷支付合作协议。

图21、支付宝快捷支付流程



资料来源：北大数字金融研究中心，兴业证券经济与金融研究院整理

快捷支付的创新意义：建立起银行间借记体系。原先我国大小额系统只能做贷记业务，不能做借记业务，即用户只能从 A 银行向 B 银行转账，而不能从 A 银行发起操作，从 B 银行扣款转入 A 银行。而支付宝运用快捷支付创新性地各家银行联系起来，通过事实上的小额借记交易，建立起大型交付连接网络，打开了与银行直联的通道，具有革命性意义。

2.4、技术升级，增强支付性能

● 支付宝上云，拓展技术边界

去 IOE，研发云支付架构。2010 年，支付宝开始在二代技术架构基础上，去 IOE（在阿里 IT 架构中去掉 IBM 小型机、Oracle 数据库、EMC 存储设备），研发自己的云支付架构，一方面加大底层的云计算技术，另一方面将上层服务以云服务方式实现，使得业务增长尽量不受本身的 IT 资本投入限制。

图22、支付宝技术架构迭代



资料来源：天猫双 11 支付技术沟通会，亿欧智库，兴业证券经济与金融研究院整理

自主研发中间件、数据库、大数据平台，支撑云支付架构。分布式关系数据库 OceanBase 在 2010 年立项。2011 年支付宝运维监控系统 xflush 上线，实时秒级监控大促的峰值。2012 年，支付宝自研负载均衡中间件 Spanner，通过多 IDC 的改造，将交易系统和账务系统进一步拆分，扩展系统承载能力，并通过 FailOver 机制，避免单点故障。2013 年，支付宝开始实施单元化的 LDC 逻辑数据中心，并实现了交易支付系统的异地双活，有效提升了核心系统的持续服务能力。

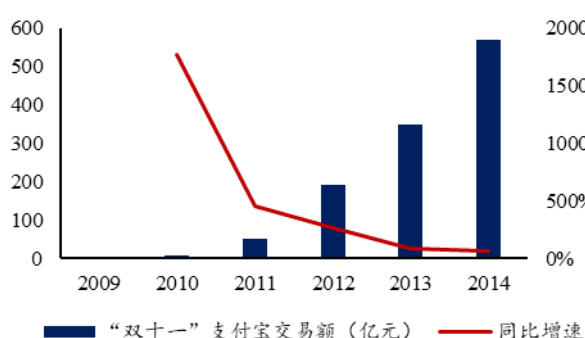
表5、传统技术架构和支付宝云架构对比

	传统技术架构	支付宝云架构
开放性	紧耦合	松耦合、开放、协同
并发能力	千万笔交易/天，有瓶颈	亿笔交易/天，消除瓶颈
大数据	数据仓库（TB 级、T+1）	百 PB 级乃至 EB 级、准实时
成本	按银行规模，单账户年成本 30-100 元不等；单笔交易成本以“角”计；单笔贷款业务成本百至千元	单账户年成本 1 元以下；单笔支付交易成本以“分”计；单笔贷款业务成本 1 元以下
弹性和敏捷变更	按季度版本变更，大变更需停机	快速迭代、小时级投产、分钟级在线扩容
自主可控	厂商标准、封闭	产业标准、开放

资料来源：蚂蚁金服《技术推进蚂蚁创新的十年之路》，兴业证券经济与金融研究院整理

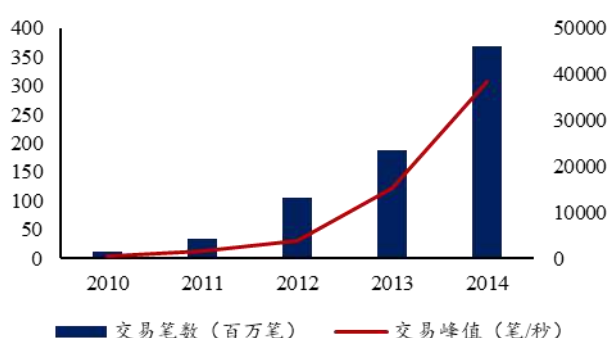
技术升级支撑双十一交易平稳进行。支付交易笔数和支付峰值是衡量支付技术、支付系统先进性和稳定性的核心指标。随着云支付架构的研发和完善，支付宝技术架构升级，能够稳定支撑淘宝大促的交易。2014 年，“双十一”交易笔数达到 3.68 亿，交易峰值高达 38500 笔/秒，支付宝成功支撑了 571 亿的交易额。

图23、2009-2014 年“双 11”支付宝交易额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、2010-2014 年“双 11”交易笔数及峰值



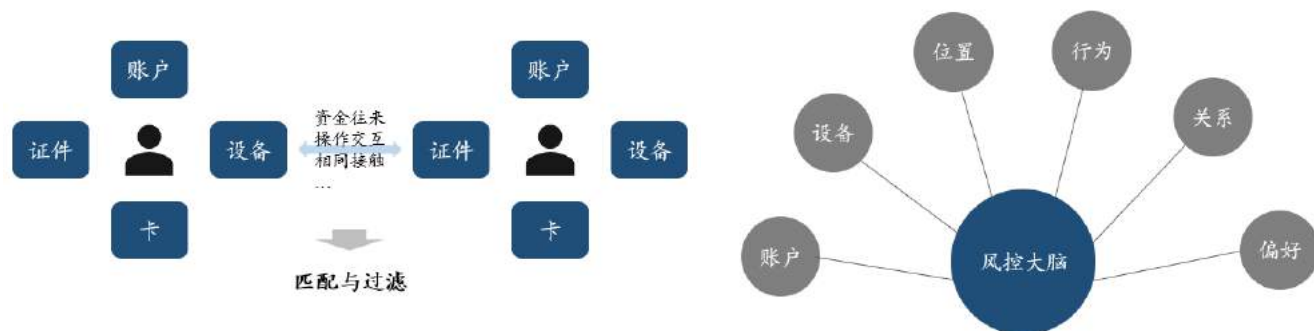
资料来源：天猫支付技术沟通会，兴业证券经济与金融研究院整理

● 强大的互联网实时风控技术能力保障支付安全

开发用户可信习惯体系（AUTH）和 CTU 智能风控大脑保障用户账户安全。支付宝风险智能团队基于用户的可信行为习惯，如常在一家店铺购买商品，或者通过分析两个用户账户之间的长期关系，甚至还用前沿生物识别技术对用户敲击键盘的节奏和间隔进行分析，来判断账户操作指令是否为用户本人发出。此外，支

付宝自主研发 7*24 小时智能化交易监控系统网络 (CTU)，从账户、设备、位置、行为、关系、偏好等维度进行判断，若判断结果存疑，CTU 会要求用户去通过验证，如果没有通过，系统就会自动阻断交易，从而保障用户交易和账户安全。

图25、多主体复杂关系的识别与应用（识别背后自然人） 图26、支付宝 CTU 智能风控大脑



资料来源：2014 全球架构师峰会，兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

多层次风控技术体系，实现效率和风险的平衡。支付宝通过系统安全攻防、身份认证、风险评估和风控管控决策多层安全防护技术体系，对客户、商家、合规、公司自身风险逐层防控，进行风险核查，深度分析，不断发展演变升级，力求实现极致的效率和风险的平衡。

图27、支付宝从端到云——多层次风险控制技术体系



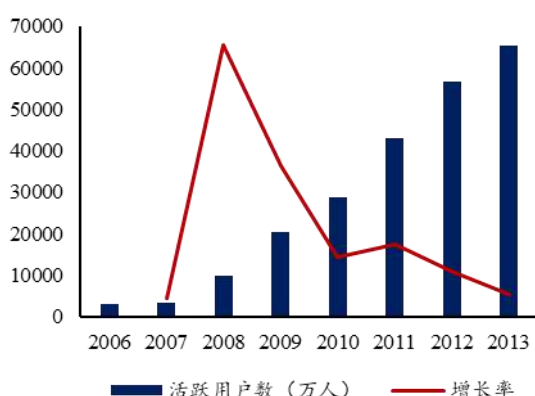
资料来源：2014 全球架构师峰会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、All in 无线战略，发力移动支付

● 支付宝 All in 无线战略，布局移动支付

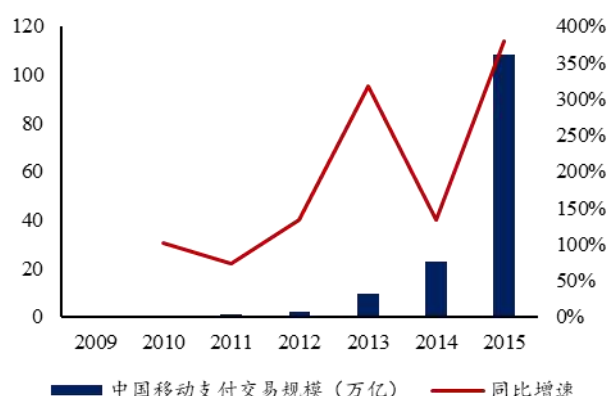
移动互联时代来临，移动支付规模高速增长。2013 年，我国移动互联网用户规模达到 6.5 亿人。移动支付市场高速发展，当年移动支付交易额达到 9.6 万亿，同比增长 317%，然而 2013 年初，支付宝 6 亿用户绝大多数集中在 PC 端，移动端的支付宝 APP 只有 100 万活跃用户、1000 万存量用户。

图28、2006-2013 年中国移动互联网用户规模



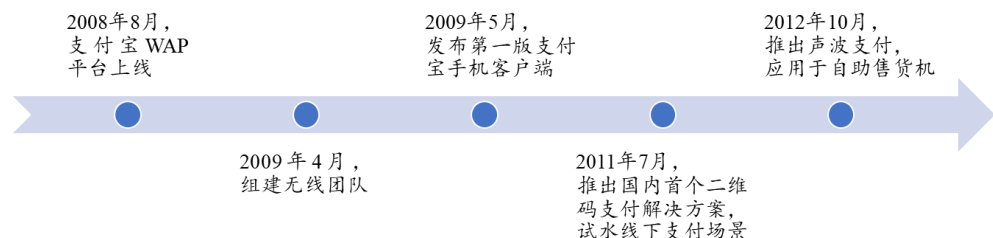
资料来源：易观国际，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、2009-2015 年中国移动支付交易规模



资料来源：中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、支付宝早期移动支付布局



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2013 年重新对移动互联全力投入；支付宝钱包，定位移动生活助手和移动金融平台。2012 年，支付宝重新组建无线事业部，重拾二维码支付和声波支付，推广线下应用。2013 年春节后，支付宝决定开始 All in 移动支付。首先将手机客户端更名为“支付宝钱包”，除基本的付款、转账以外，钱包还整合了手机充值、信用卡还款、公共事业缴费、条码支付等服务，并新增了个人账单、优惠卡券管理及声波支付等功能。

在 2013 年 6 月推出的支付宝钱包 7.0 版，不再只是简单的支付工具，而是定位为一个移动生活助手和移动金融平台，内嵌余额宝理财功能，同时大范围整合线下实体消费服务，囊括通信、银行、缴费、医疗、旅行、投资及社交等场景，深入用户生活，提升用户使用频率。

图31、2012年支付宝手机客户端界面



资料来源：腾讯数码，兴业证券经济与金融研究院整理

将 PC 用户积累转移至移动端，抢占线下支付场景和商户资源。在支付宝改变策略，对 PC 端转账收费、移动端免费，将用户逐渐导向移动端。2013 年 10 月支付宝线下团队成立，从大型商超和便利店切入，推广支付宝钱包和二维码支付。截至 2013 年底，支付宝实名制用户已近 3 亿，其中有 1 亿用户将主要支付场景转向支付宝钱包，移动支付总金额超 9000 亿元，成为全球最大的移动支付公司。

● 移动支付两强争霸格局开始形成

支付宝移动支付市场份额领先，微信以社交生态发力，两强争霸市场格局形成。经过 All in 无线战略布局发展，支付宝在移动支付市场遥遥领先。2013 年 8 月，微信支付横空出世。2014 年春节，微信凭借春节红包产品，通过熟人社交关系链，完成大规模的用户绑卡。与支付宝相比，微信红包具有浓厚的社交属性，将社交和支付巧妙结合在一起。微信支付凭借社交用户巨大流量，打破支付宝在互联网支付领域一家独大的格局。随后，两家企业开启 O2O 大战，争夺线下支付场景和商户资源，中国的移动支付市场迎来两强争霸的时代。

微信与支付宝移动支付竞争各有优势：支付宝背靠阿里生态系统，主要依托淘宝电商用户，提供支付、生活服务、金融等多场景功能，在对商户的 BD 团队、商家服务和供应链整合经验方面比微信更具优势。而微信支付则是依托微信巨大社交流量，主要面对社交产品用户，提供支付、红包、第三方服务等业务，小额支付便捷，社交属性强，消费者日常使用频率高，在社交关系链方面强于支付宝。

图32、2012 年底移动端用户数量（单位：万）

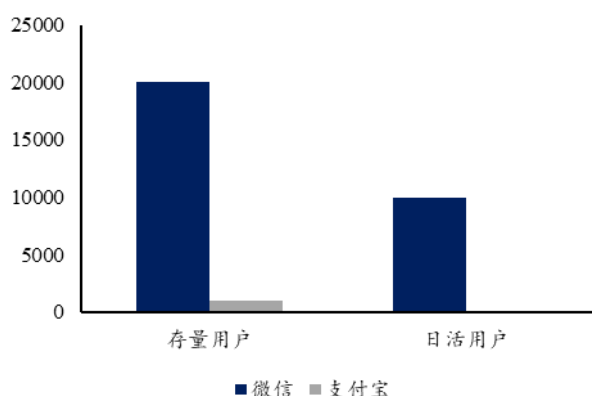
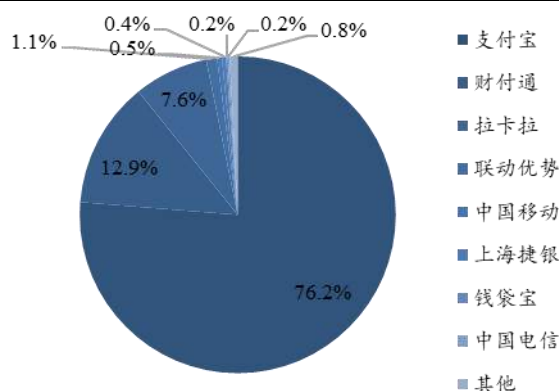


图33、2014Q1 中国第三方移动支付市场份额



资料来源：《蚂蚁金服：科技金融独角兽的崛起》，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、支付宝和微信支付对比

	支付宝	微信支付/财付通
公司背景	阿里巴巴	腾讯
资源优势	阿里生态系统	微信社交流量
目标用户	电商用户，逐渐扩大为全年龄段用户	社交产品用户，小额转账、红包等场景用户
主要功能	支付、转账、生活服务、金融	支付、转账、红包、第三方服务
关键卖点	覆盖场景多样；功能丰富	熟人社交；小额支付便捷；红包玩法多样
关键痛点	社交化弱，使用频率落后	交易依赖腾讯系公司；场景覆盖不够丰富

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

3、蚂蚁金服成立，从支付向金融转型（2013-2014）

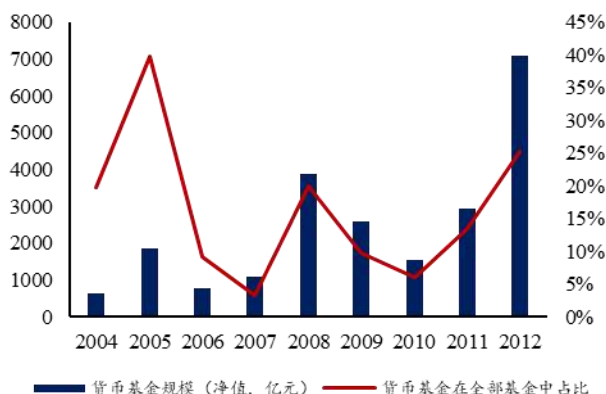
3.1、余额宝：从支付工具到支付+理财生态

支付宝账户为账户里的资金创造价值，一方面降低备付金水平，一方面提升用户粘性。根据《非金融机构支付服务管理办法》，支付机构的实缴货币资本与客户备付金日均余额的比例不得低于 10%，支付宝出于自身财务和流动性考虑，希望降低备付金水平。另一方面，快捷支付对虚拟账户体系形成一定替代性，使支付宝账户充值率显著降低。支付宝希望能够提高账户价值，让个人账户余额产生收益，提升用户的忠诚度和体验性。

与天弘基金合作，选择货币基金作为突破口，从支付向金融延伸。为提升支付宝账户价值，支付宝和天弘基金达成合作，选择以波动小、收益稳定、流动性较高的货币市场基金切入，结合互联网渠道，打造“货币基金+支付消费”的模式。支付宝由此开始涉足金融。2013 年 3 月，阿里巴巴宣布以支付宝为主体筹建小微金服，以“打造一个公正、透明、开放的金融体系”为使命，开始从支付向金融转型。

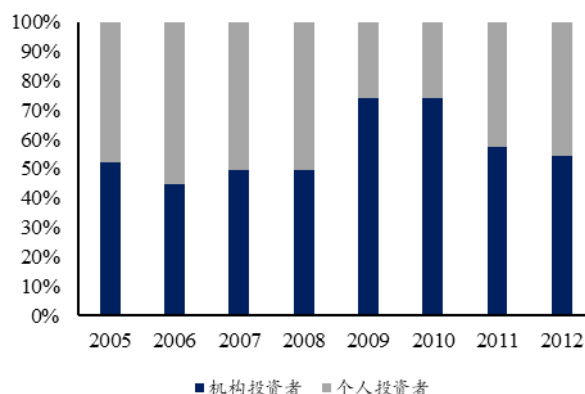
货币基金规模总体呈增长趋势，以机构投资者居多。我国货币市场基金起步于 2003 年底，到 2012 年，我国货币市场基金资产净值达到 7,075 亿元，占全部基金规模的 25.3%。2013 年以前，由于申赎仍较为繁琐，导致其未能有效触达个人投资者，总体上机构投资者持有占比较高。

图34、我国货币基金市场规模



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

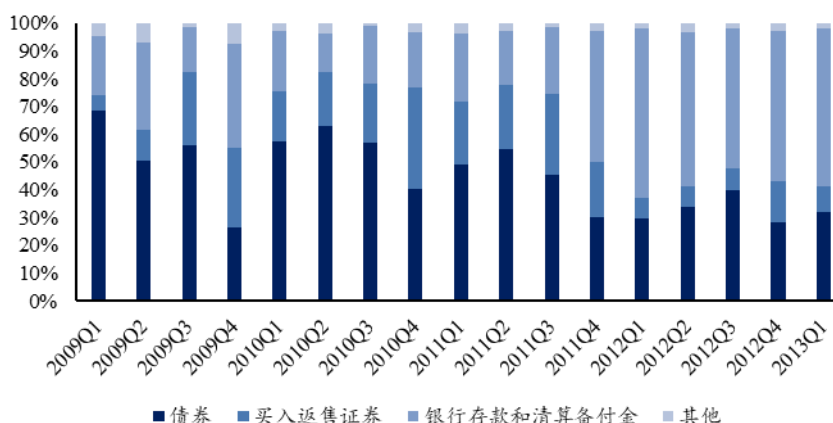
图35、我国货币基金个人投资者和机构投资者占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

协议存款投资占比逐年提升，推动货币基金业绩提升。货币基金的资产配置长期受限于“投资定期存款的比例不得超过基金净值的 30%”的规定。2011 年 10 月证监会发文明确货币基金投资协议存款将不再受制于这一上限规定，新规驱动存款配置比例飙升，成为货币基金最大的投资配置。由于协议存款利率一般高于同期利率水平，协议存款配置比例的增加推动货币基金业绩提升，2012 年货币基金资产净值超过 7000 亿元，较上年同比增长 140%。

图36、我国货币市场型基金投资组合



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

余额宝打造“货币基金+实时消费支付”模式，提升用户体验。2013 年 6 月，支付宝与天弘基金合作的货币基金产品余额宝上线。用户可以通过支付宝 APP 直接操作，申购门槛低至 1 元，没有交易费。用户转入余额宝的钱，可实时在账户显示，也可以实时赎回或用于网上购物、支付宝转账等支付功能。余额宝将用户存

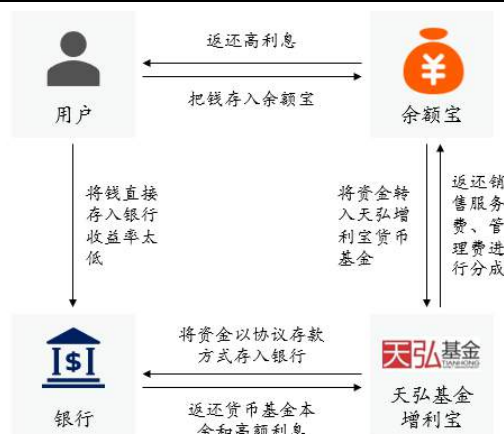
到余额宝里的钱通过天弘增利宝货币基金投入货币市场，产生一定收益返还用户。余额宝将消费支付和投资理财功能融为一体，在保持支付便捷的同时，让用户小额投资有合理的回报，提高用户体验。支付宝不再仅限于作为一个简单的支付工具，开始显现出金融和理财属性。

图37、余额宝“货币基金+实时消费支付”模式



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图38、余额宝业务运作模式

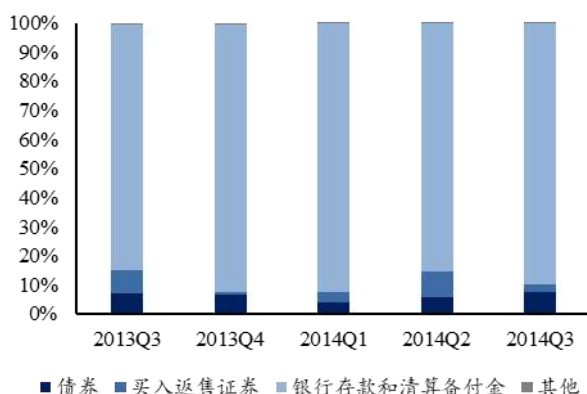


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

余额宝基金大量投向协议存款，高收益率带动规模高速增长。余额宝的基金投资结构，主要以投资银行协议存款为主。由于银行间交易流动性高、交易额大，一般银行间市场利率普遍高于银行和储户之间的交易，且银行间货币市场实际上是以银行信用为保证的市场，出现亏损的概率很低。但银行间市场只允许机构参与，而余额宝利用货币基金给散户和货币市场之间搭了一座桥，让散户也能享受到较高的收益率。

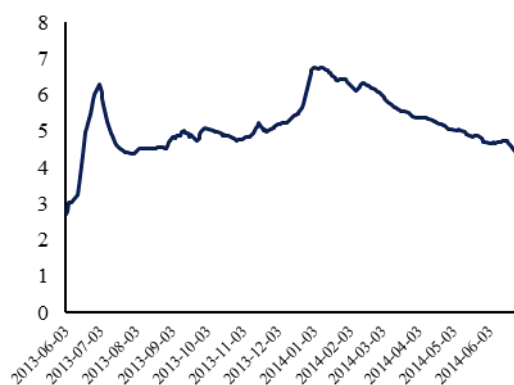
余额宝推出之际，恰逢中国货币市场“钱荒”，银行间同业拆借市场利率飙升，余额宝年化收益率也随之急剧增长，一度达到6%以上。而同期银行活期存款利率只有0.35%，一年期定期存款利率为3%。高收益率带动用户数量和基金规模快速增长，余额宝上线半年内规模已达到近2000亿。

图39、天弘余额宝货币基金投资组合



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

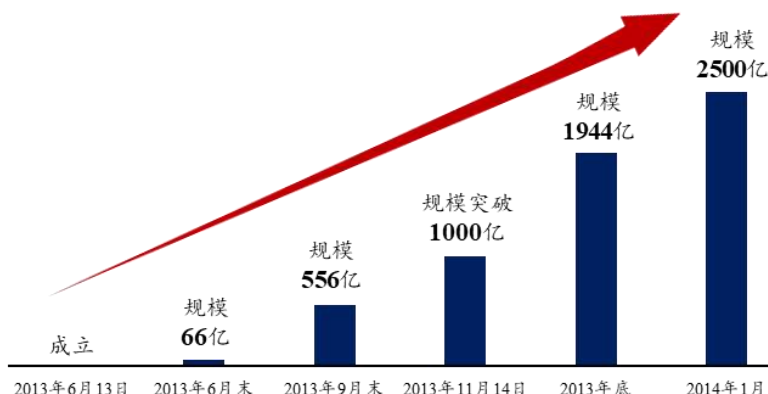
图40、天弘余额宝7日年化收益率(%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图41、余额宝规模高速增长



资料来源：ArchSummit 2018 深圳大会，兴业证券经济与金融研究院整理

余额宝是一种结合传统金融和互联网渠道的金融创新模式。余额宝通过互联网，以低成本收集大量散户的小额资金，通过货币基金投向货币市场。由于支付宝对接大量淘宝电商及外部合作商户；同时，海量的客户群体，让基于大数据的流动性风险预测成为可能。通过大数据技术对用户的支付和提现行为进行分析，有效提高资金使用率，防范集中兑付风险。

此外，余额宝 T+0 赎回提高流动性，相对原先 T+2 模式下的货币基金具有高度吸引力。低门槛、便捷的操作方式让普通百姓也能参与其中，金融理财的观念进入大众视野。余额宝的出现，也让支付宝第一次和银行产生了本质上的利益冲突，因此余额宝在产品设计/兑付安排/宣传合规等方面多次受到监管关注。

余额宝 2.0: 招财宝定期理财切中用户高收益理财需求。随着余额宝收益趋于稳定，2014 年 4 月推出余额宝 2.0 版本——招财宝产品，以匹配用户追求更高收益率的需求。与余额宝单一货币基金的活期财富管理不同，招财宝定位为定期理财平台，引入个人贷、基金、保险、债券等产品，收益率较高。同时，招财宝具有“变现功能”，用户可随时提现，一定程度上解决了定期理财产品的流动性问题，具有一定 P2P 产品特性。截至 2014 年 8 月，招财宝上线四个月后交易额已经超过 100 亿元。

表7、招财宝和余额宝对比

	种类	收益	规模	期限	风险
余额宝	单一货币基金	4%左右	5348.93 亿	活期	低
招财宝	四大类产品	平均 6.12%	累计成交 236.5 亿	定期	相对余额宝较高

资料来源：易观智库，兴业证券经济与金融研究院整理 注：数据截至 2014 年底

3.2、蚂蚁金服成立，初步建立互联网金融生态

蚂蚁金服成立，初步建立互联网金融生态。2014 年 8 月，阿里巴巴终止 2011 年

框架，签署了新的股权和资产购买协议。2014 年 10 月，以小微金服为前身的蚂蚁金融服务集团正式宣告成立，服务于消费者和小微企业。蚂蚁金服旗下业务包括支付宝、支付宝钱包、余额宝、招财宝和众安保险，同时整合阿里小贷，并控股蚂蚁小贷和蚂蚁微贷两家小额贷款公司，网商银行也于 2014 年 9 月获银监会批复等，初步形成涉足理财、小额贷款、保险、银行的金融业务布局。支付宝作为主要渠道，以便捷的支付服务和多元的支付场景深度绑定客户，通过庞大的用户群体引流，对接生活服务、理财、电商、金融等功能接口。

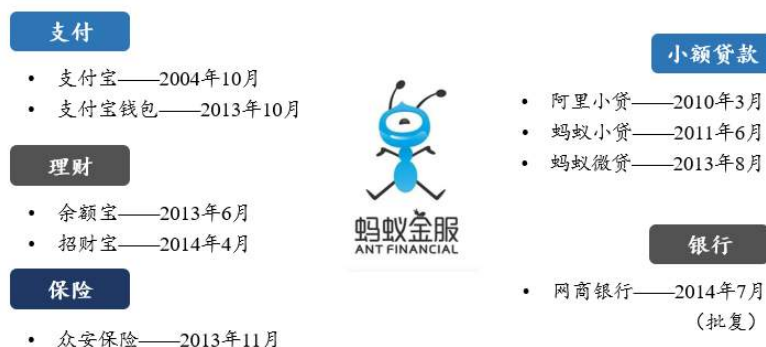
表8、支付宝和小微金服 2014 年版股权和资产购买协议

时间	协议内容	支付费用
《2014 年版股权和资产购买协议》	2014/08/12	2011 年协议终止，重新调整阿里巴巴集团分享小微金服税前利润的比例
		从 49.9% 变为 37.5%
		一定条件下*，阿里巴巴有权入股并持有小微金服 33% 的股权，并将相应的知识产权转让给蚂蚁金服，上述分润安排同步终止

一定条件*：小微金服或支付宝 IPO 时隐含股权价值超过 250 亿美元导致阿里巴巴总收入不低于 20 亿美元，或一次合格 IPO 时阿里巴巴对小微金融服务公司的股权总持股比例还没有达到 33% 时

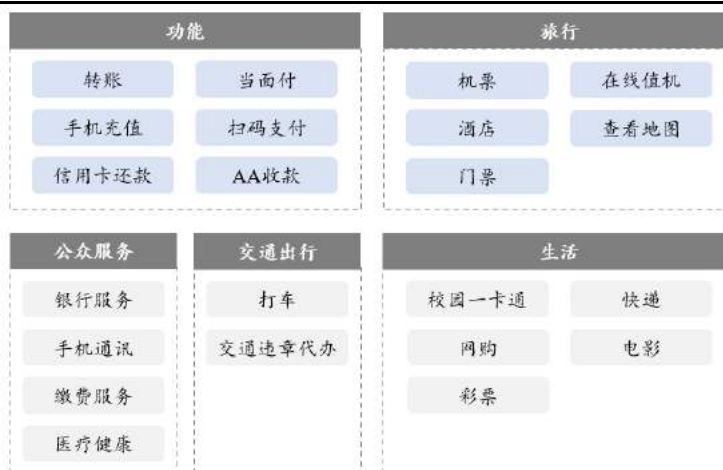
资料来源：阿里巴巴招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、蚂蚁金服旗下品牌



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图43、支付宝多元支付场景提升用户使用频率



资料来源：支付宝钱包，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、支付宝作为主要渠道向金融业务引流



资料来源：易观国际，兴业证券经济与金融研究院整理

支付交易规模持续快速增长，总体业绩向好。2014 年底，支付宝活跃用户数达到 1.9 亿，交易规模约为 9.86 万亿元。随着交易规模的持续拓展，蚂蚁金服利润水平也快速提升。根据阿里巴巴披露的支付宝知识产权与技术服务费，可反推蚂蚁金服 2014 财年税前利润达到 47.04 亿元，较上年增长超过 700%。

表9、支付宝交易规模估算

	2012	2013	2014
中国第三方支付市场规模(万亿元)	12.9	17.2	5.99*
支付宝支付市场份额	14.4%	21.2%	82.3%*
支付宝交易规模	1.86	3.65	9.86(移动支付占 50%)

资料来源：艾瑞咨询，易观智库，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2014 年第三方支付市场规模为移动支付规模数据

表10、支付宝税前利润估算

年份 (FY)	2012	2013	2014
阿里从支付宝分到的税前利润(百万元)	27	277	1764
分得比例	49.9%	49.9%	37.5%
反推：支付宝除税前利润	54.11	555.11	4704

资料来源：阿里巴巴年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、他山之石：PayPal 是电商支付先行者，当前具备极高估值水平

PayPal 同样基于电商领域，向外延伸覆盖，并跨入支付增值服务。PayPal 是全球领先的在线支付公司，与支付宝的发展历程有诸多相似之处，两者在从 0 到 1 的发展过程中，都借助电商场景迅速扩大用户规模；PayPal 以支付为基础和核心，不断向商户服务以及金融服务领域渗透，这也与蚂蚁金服在支付宝基础上开发生活服务和理财等增值服务、不断拓展外部场景的发展战略相吻合。

图45、PayPal 业务体系

核心：支付业务	为消费者提供便捷、安全的支付选择	在线支付	<ul style="list-style-type: none"> 1999年10月上线 PayPal 在线支付
		移动支付	<ul style="list-style-type: none"> 2006年4月推出手机文本支付，进军移动支付 主要产品：PayPal 数字钱包服务，PayPal Here
		信用支付	<ul style="list-style-type: none"> 2008年收购Bill Me Later，2009年10月上线信用支付功能 Bill Me Later
		线下支付	<ul style="list-style-type: none"> 2012年8月签约Discover，进驻700万家实体零售店，2013年 PayPal 向美国的 5000 多万活跃用户发放支付卡，拓展线下支付
延伸：商业服务	综合 PayPal 在支付及 eBay 在电商领域的资源积累、技术支撑及完善的金融服务体系，为电子商务行业及传统行业电商化提供综合解决方案	信贷金融服务	<ul style="list-style-type: none"> 2013年4月 PayPal 与金融服务公司 United Capital 合作，测试 eBay 平台上的商户提供融资服务 2014年7月，将个人信贷业务 Bill Me Later 更名为 PayPal Credit，在国际市场拓展小额信贷服务
		商业服务（行业解决方案）	<ul style="list-style-type: none"> 2005年10月，收购 VeriSign 的支付网关业务，拓展中小企业用户群 2010年底开始，PayPal 推出外贸一站通服务 主要服务：代收代付、跨境电商、资金归集、咨询服务、O2O 服务等
趋势：数据服务	通过对平台积累的庞大用户、商户交易信息进行数据挖掘和分析，为商户提供营销及供应链金融等增值服务		

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

PayPal 成立于 1998 年，开创了利用电子邮箱地址进行支付的方式，2002 年被 eBay 收购，依托其电商平台迅速发展，并在 2006 年后开始走出 eBay，开拓其他市场。2012 年，PayPal 推出移动端产品 PayPal Here，全力进攻移动支付。

不同于 PayPal 以支付业务为核心，蚂蚁金服以支付为流量入口，展现更大的互联网金融生态野心。虽然 PayPal 在支付基础上延伸出信贷、商业服务等增值服务，但仍主要聚焦于支付业务，以高收费费率的支付业务构成 90% 以上收入来源。而蚂蚁金服则更多地将支付业务作为获客的入口，挖掘大量消费习惯数据所形成的大数据价值，业务从支付向公用事业缴费、线下 O2O、互联网金融等领域深入拓展，建立多元化互联网金融生态。

表11、PayPal 和蚂蚁金服支付宝业务模式对比

	PayPal	蚂蚁金服支付宝
支付模式	非担保型直付模式，充当资金的支付和接收的接口	担保型虚拟账户支付模式，负责资金的暂时存放和转移，并充当信用中介
商业模式	支付是最主要的业务和最重要的收入来源	一站式平台，通过支付业务获取和锁定客户，运用多元化业务组合进行变现；支付业务更多是充当获取客户的入口
盈利模式	收费费率高，主要收入来源于商家收款的手续费	支付宝费率低，主要收入来自于大量资金沉淀所带来的投资收益以及大量消费习惯数据所形成的大数据价值
风控	100% 非授权盗用的买家保护计划，风险由卖家承担	支付宝用户保障体系，全额赔付计划，风险由支付宝承担
产品服务	在线支付，移动支付，线下支付，商业服务，信贷金融服务，跨境电商服务	支付（支付宝，支付宝钱包），理财（余额宝，招财宝），保险（众安保险），信贷（网商银行）

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

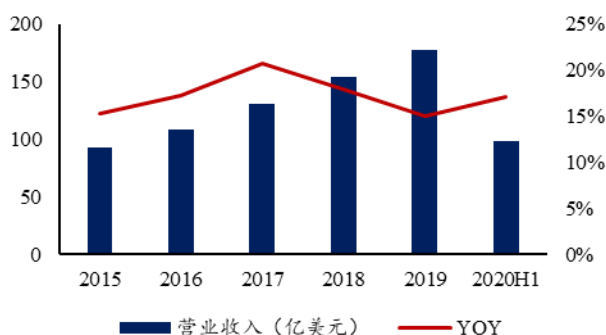
表12、PayPal 和蚂蚁金服 2014 年经营数据对比

	蚂蚁金服	PayPal
活跃用户数（亿户）	1.9	1.62
交易规模 TPV（万亿元）	9.86	1.43
移动支付规模（万亿元）	4.93	0.28
移动支付占比	50%	20%
税前利润（百万元）	4704（FY2014）	6609（2013 年），7716（2014 年）

资料来源：PayPal 年报，DT 财经，兴业证券经济与金融研究院整理

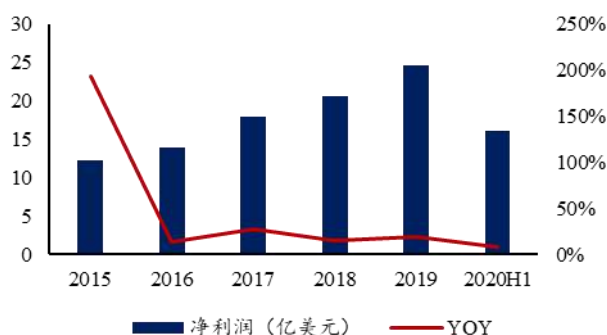
PayPal 在 2015 年重新上市，业绩稳健，估值高企。被 eBay 收购十多年后，2015 年 PayPal 被分拆再次上市，当年收入为 92.5 亿美元，净利润 12.3 亿美元；上市当年末市值达到 443 亿美元，PE 为 38 倍。2015 年-2019 年，PayPal 业绩稳步增长，2020 年上半年实现营收和净利润 98.8 亿美元和 16.1 亿美元，同比分别增长 17% 和 8%。根据 2020 年 8 月 25 日的收盘价，PayPal 市值已经上升至 2366 亿美元，估值达 92 倍 PE。

图46、PayPal 营业收入及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、PayPal 净利润及增速



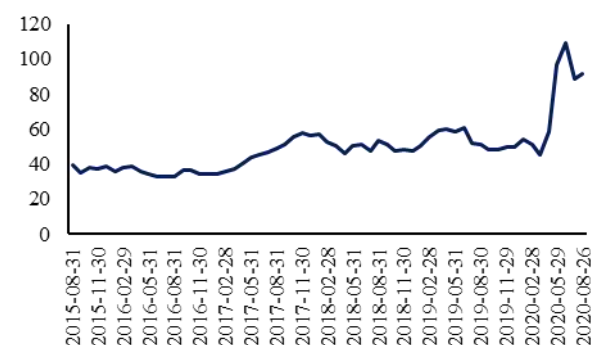
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、PayPal 市值（亿美元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、PayPal 的 PE 估值水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：

1) 监管和政策的不确定性；2) 第三方支付市场竞争激烈；3) 线下业务拓展不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券股份有限公司及其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。